ルクセンブルグ籍投資信託の概要

目　次

三菱 UFJ グローバルカストディ・ジャパン　業務推進部長　竹沢　寧

Ⅰ．はじめに

日本の投資信託マーケットでは、投資家の高利回り・パフォーマンス指向を反映して、外国資産に投資する投資信託の比率が高い傾向が続いている。本邦籍の投資信託を設定して直接外国資産に投資するものは勿論のこと、運用の自由度の追求や優秀な外国運用者の採用といった観点から、本邦籍に拘らず海外に籍を置く投資信託（＝外国籍投資信託）への投資を志向する動きも強まってきた。

近年の傾向として、ファンド・オブ・ファンズ（FOF）の仕組みを用いて本邦籍の投資信託へ投資し、間接的ではあるが事実上外国籍投信への投資を達成するファンドが多く設定されている。その一方で、直接的に外国籍投信への投資を行う投資家も増加しており、これまで銀行､保険会社などを始めとした一部の機関投資家に限られていた投資家層が､年金資金、個人富裕層、さらには一般の個人投資家層にまで裾野を広げてくる様相が見られるなど、我が国の投資運用業界にとり外国籍投資信託の存在感が高まってきている。

そこで、本稿では海外で設定される投資信託、とりわけ、本邦の投資家に最も馴染みのある外国籍投資信託の一つである[1]ルクセンブルグ籍投資信託を採りあげ、その概要、特色や市場動向を簡単に解説し、読者の関心に応えることとする[2]。

[1] 日本証券業協会によれば、本邦投資家が投資している公募外国籍投資信託の置籍国別純資産残高シェア（平成21 年 3 月末時点）はルクセンブルグが 44.7%で首位、次いでケイマン諸島籍が 36.9%で第 2 位となっている。

[2] なお、本稿作成にあたり、三菱 UFJ 信託銀行受託運用部から全篇に亘り助言を得ていることを付記しておく。

Ⅱ. ルクセンブルグ籍投信の市場概要

（1） 市場規模

金融市場を志向した戦略的な法律制定により、ルクセンブルグは 1960 年代からヨーロッパにおいて重要な金融センターとしての地位を築き始め、今日ではヨーロッパ最大の投資信託運用拠点として知られるようになっている。投資信託残高は２兆６千億米ドル、ファンド本数 3000 本余りで、その市場規模はヨーロッパでは第１位、世界市場においてもアメリカに次いで第２位の地位を誇る。

《図表１：投資信託残高上位 10 カ国》　（単位：10 億米ドル）

No.	国名	残高	No.	国名	残高
1	アメリカ	11,676	6	英国	804
2	ルクセンブルグ	2,621	7	ブラジル	738
3	フランス	1,980	8	日本	687
4	オーストラリア	1,264	9	カナダ	685
5	アイルランド	985	10	イタリア	364

オープン型公募投信（2008 年第２四半期）のデータ　　出所：国際投資信託協会

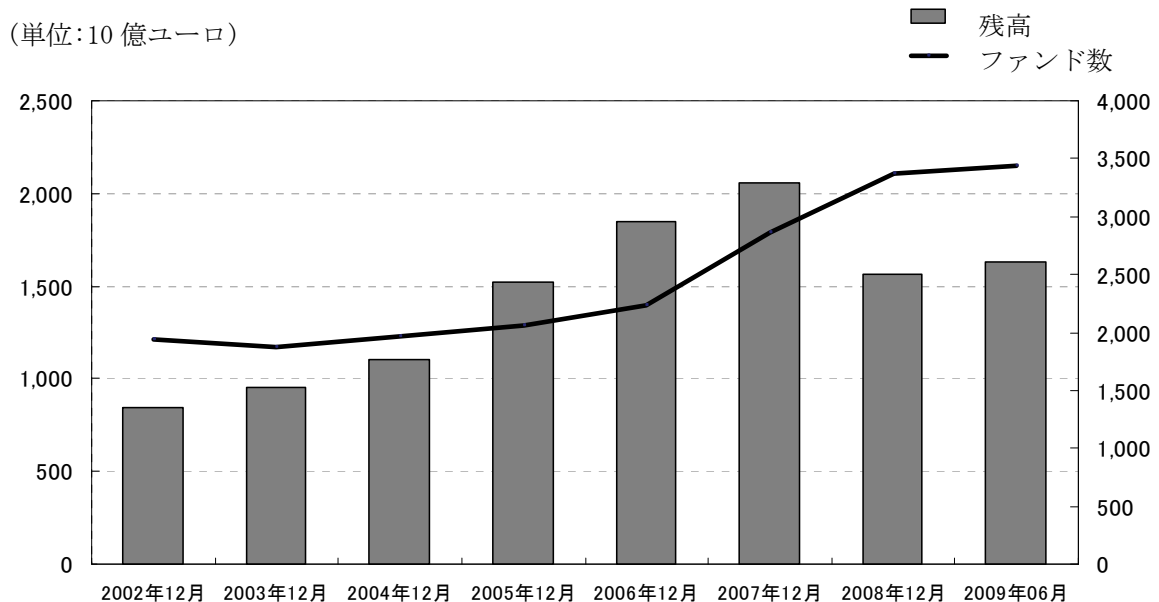
（2） 他市場比優位の理由

ルクセンブルグ市場が他の市場に伍して世界各国からの資金流入を可能ならしめている理由として主に以下のものが挙げられる。

- 金融立国を標榜するルクセンブルグでは投資信託に係る法制度、決済制度が整備され、投資家にとり先進的な投資を行いやすいこと。また、一方で金融当局による市場を意識した適切な監督も期待できる。
- 法律、税務、会計に関する高い水準のサービスプロバイダーが存在していること。地理的にもヨーロッパのほぼ中央に位置しており、ファンド組成に必要な情報や人材が集まりやすい。
- ファンドに対する優遇税制を推進し、租税条約締結に積極的であるなど、税務面で投資信託の普及を後押しする国の姿勢が顕著であること。
- ルクセンブルグは世界で最も政情が安定している国のひとつであること。同国は小国かつ政治的に比較的中立。有価証券投資に係るもの以外の要因に左右されず、純粋に投資に係る情報のみで投資を決定できることから、ここで組成される投資信託は各国の投資家から受け入れられやすい。

（３） 市場推移

上述の優位性により、ルクセンブルグ籍投資信託市場は 2002 年からリーマンショック前の 2007 年まで年率平均 20%の伸び率で拡大し続け、現在、世界の主要市場の一角を占めている。

《図表２：ルクセンブルグ市場の実績推移》

作成：三菱 UFJ グローバルカストディ・ジャパン

Ⅲ．ファンド分類とストラクチャー

（１） 募集・販売態様による分類

ルクセンブルグの投資信託をその募集・販売態様により分類すると、先ず、不特定多数の一般公衆から資金を集めて組成する所謂「公募」と、公衆販売を予定せず機関投資家向けに組成される「私募」[3]に大きく分けられる。

更に、この「公募」投資信託は、欧州における販売の可否の区分として「UCITS」[4]（＝現地では設立根拠法の条文建てに倣い「PARTⅠ」とも呼ばれる）と「NON-UCITS」（＝同「PARTⅡ」）に分けられる。「UCITS」は EU 加盟国であれば各国金融当局の

[3] ここでの「公募」「私募」は我が国の金融商品取引法における「募集」「適格機関投資家私募」「一般投資家私募」などとは定義が当然に異なるが、概念上は近似しているため便宜的に当該分類を用いることとする。

[4] Undertakings for a Collective Investment in Transferable Securities の略。「譲渡可能証券への集合投資企画に関する欧州委員会指令」の基準を満たすファンドのこと。当該指令に準拠した投資信託を他の加盟国でも容易に販売登録できるようにすることで国境を越えた競争を促している。

定める手続きを経ることなく販売が可能となっている。「NON-UCITS」は特定国の法律により設定されるファンドであり、当該国以外での販売は行えない。

一方、「私募」については、近年ルクセンブルグでは機関投資家（「well-informed investors」;市場に精通した投資家)向けの新たなファンド体系であるSIF(＝Specialised Investment Funds）を導入し、機関投資家からの資金流入を促進している。この SIF は、金融当局の承認を待つことなくファンド設定を可能としているほか、投資可能な資産の範囲を拡大させるなど、前述「公募」ファンドに比し、より柔軟で自由なファンド組成を企図しているもので、本邦の機関投資家の多くが SIF によりファンド投資を行っている。

《図表３：ルクセンブルグ籍投資信託の分類》

ファンド種類		販売制限	ファンドの特色
公募	PART I	UCITS（EU 加盟国内で自由に販売可能）	➢ 会社型、契約型の双方可能 ➢ 投資家保護のために一定の投資制限あり ➢ オープンエンド型でなければならない
	PARTⅡ	NON － UCITS（EU 加盟国内での販売は限定的）	➢ 会社型、契約型の双方可能 ➢ UCITS の投資制限は適用されない ➢ クローズドエンド型も設定可能
私募	SIF	機関投資家向け	➢ 会社型、契約型の双方可能 ➢ 投資対象可能資産の範囲が広い ➢ 正式な当局承認以前の設定が可能

（２） ファンドストラクチャー

一般的なルクセンブルグ籍投資信託（契約型）[5]のファンドストラクチャーは図表４の通りであるが、本邦の投資信託と比し特徴的なところを掲げると以下の通りである。

① 管理会社への機能集中

本邦の投資信託は、投資家から資金の負託を受けた投信委託会社が信託法及び投資信託法に則り受託会社に信託することを基本スキームとしており、委託会社が「運用」、受託会社が「管理」を行う二元管理スキームを大原則とする。一方、ルクセンブルグ籍投資信託では、全ての機能が管理会社に集中しており、「運用」「管理」を含む全てを管理会社が行う一元管理スキームとなっている。ただ現実的には「運用」について投資一任契約を締結し、別の運用会社に委任することが殆どである。

[5] ルクセンブルグ籍投資信託には会社型と契約型があるが、会社型については本邦投資家に殆ど普及していないため本稿では契約型のスキーム解説を行うこととする。

② アンブレラファンド

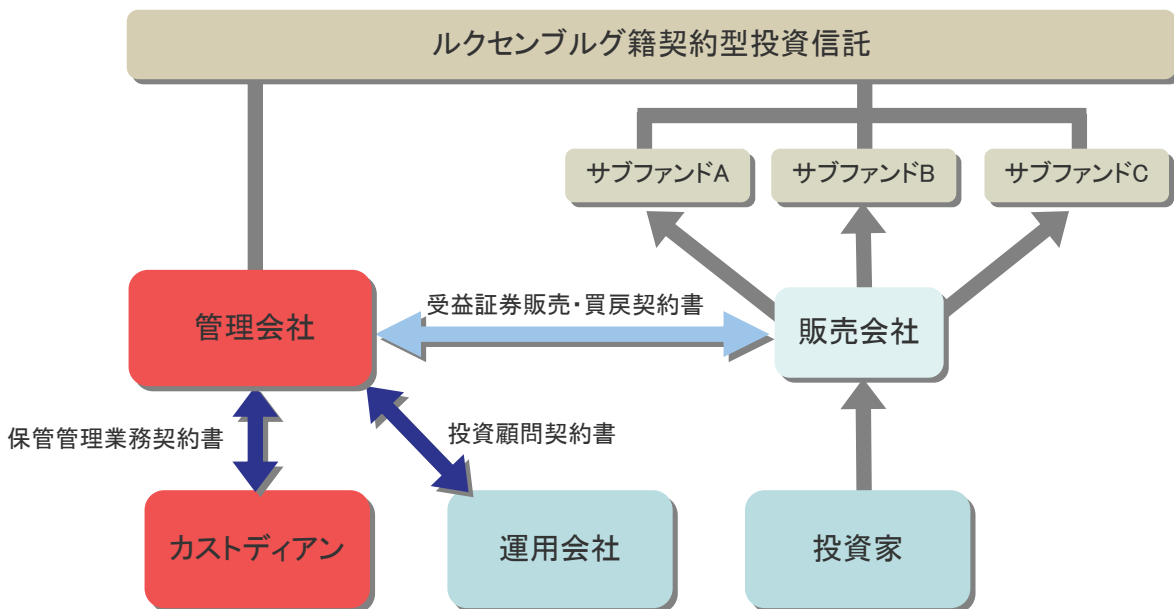
本邦の投資信託と異なるファンド運営方法としてアンブレラファンドがある。

アンブレラファンドとは投資信託の運営に際して、単一の管理会社、単一のカストディアンのもと、複数のファンド（サブファンド）を纏めてひとつのファンドグループを組織して運営される投資信託のことをいい、現状多くのルクセンブルグファンドで採用されている。

アンブレラファンドのもと、各サブファンドは異なる通貨、運用者、地域毎に組成・運用されることが可能で、サブファンド間でのスイッチングも容易であることから投資家にとり利便性が高い。また、一旦設定手続きを行えば、その後サブファンドの追加に際しては、当局宛手続きが簡素化されるためイニシャルコストも軽減されることも大きなメリットである。

③ 代行協会員の設置

ルクセンブルグ籍投資信託をはじめ外国籍投資信託を日本国内で販売するためには、「代行協会員」を置く必要がある。代行協会員とは、ファンドの管理会社や運用会社に成り代って、日本国内においてファンドの販売実務、届出[6]などを行う会社のことをいい、協会員とは日本証券業協会の協会員会社という意味である。本邦籍の投資信託の場合であれば投信委託会社が行う業務について、外国籍投資信託の場合は代行協会員たる販売会社が行うことになり、その負担を厭う販売会社も多い。

《図表４：ファンドストラクチャー》

[6] 具体的な業務としては「外国投資信託証券取扱説明書、目論見書など必要書類の日本証券業協会への提出」、「募集・販売、換金の取扱い」「基準価額の公表」「金融当局宛届出書類の提出」「投資家へのディスクロージャー書類の配布」などがある。

Ⅳ. 特色と問題点

本邦の投資信託に比した場合のルクセンブルグ籍投信の特色と問題点を以下に挙げる。

（１） メリット、特色

① 商品企画、運用手法の柔軟性

本邦籍の投資信託については、商品企画や運用手法に関して運用業界団体による自主規制[7]が存在し、一定程度運用が束縛されてしまう面があることは否めない。また、一部の先進的なデリバティブなどには、本邦運用者のノウハウが不足する場合や、これらの運用に則した事務システムが充分に整備されておらず管理・計理が困難である場合など、本邦籍の投資信託では事実上対応できないものもある。

一方、ルクセンブルグ籍投資信託では、商品設計について、例えば分配金を年間リターン見込みに基づき出せるため[8]毎月分配ファンドにおいて安定した分配を実現できるなど、自由度は高い。

② 基準価額の算出通貨

本邦の投資信託は、基準価額を算出するシステムの都合上、事実上円貨でしか基準価額を算出できず[9]、外貨資産を保有している投資家が為替損益を実現することなく外貨のままファンドへ乗り換えたい場合に対応できない。

これに対し、ルクセンブルグ籍投資信託では、様々な通貨建てのファンドを組成することが可能である。また、前述のアンブレラファンドスキームを用いれば、同一アンブレラのもと、複数通貨のファンドをスイッチングすることも容易となり、投資家にとって利便性が非常に高い。

③ バラエティに富む手数料体系

本邦の投資信託における手数料は、基本的には、ファンド購入時に販売会社に支払う「販売手数料」と保有期間中運用会社等に支払う「信託報酬」の２種類であり、同一ファンド内では複数の手数料体系を設けることは無い。

一方、外国籍投資信託においては、販売手数料がゼロのノーロードファンド、販売手数料を数年に亘って後払いするものなど様々な類の手数料が存在し、なおかつ同一ファンド内でこれらの手数料を混合させた複数のバリエーションの設定が可能であり、投資家、販売会社双方にとって選択の幅が広い。

---

[7] 例えば、投資信託協会では「定款・諸規則集」により、運用、管理全般に亘って自主規制ルールを設けている。

[8] 厳密に言えば、「所定の最低純資産額を下回らない限り分配金支払いに関する特段の制限はない」ということであり、その範囲において分配金を年間リターン見込みに基づき支払うことに問題は無い。

[9] 円以外の通貨で基準価額を算出することについて何らの制限、規則はなく、専ら投信委託会社と受託会社の計理システム上の問題。過去に、システムによらずマニュアル計算にて円貨以外の通貨で基準価額を算出する小規模な私募ファンドが存在したが、本格的な公募ファンドでは今のところ実例はないと思われる。

（２） デメリット、問題点

① 投資家の情報入手の難易

主な問題点としては、ルクセンブルグ籍投資信託では顧客が能動的に入手できるファンドに関する情報が本邦籍投資信託に比し少ないことが挙げられる。

本邦の公募投資信託では、ファンドに関する情報は実に様々な媒体にて入手することが可能であり、投資家は投資前の商品比較や投資後の運用内容検証などを容易に行うことが出来る。

一方、ルクセンブルグ籍投資信託の基本的な情報は日本証券業協会が集約してホームページで公開しているが、更に詳細な情報となると、販売している証券会社が提供する情報に限定されがちで、情報によっては、直接海外の運用会社のホームページ（当然に外国語で表記されている）等にあたるしか方法がないこともある。

② 販売会社の拡張性

本邦籍の投資信託については、証券会社は勿論殆どの金融機関にて様々なファンドの販売を取り扱っているが、外国籍の投資信託については取り扱い販売会社がある程度限定的となっている。これは、Ⅲ-（２）-③で述べたとおり、「代行協会員業務」を担うだけのノウハウ、システムがないため、販売を断念せざるを得ない販売会社があることも一因と思われる。[10]

《図表５：ルクセンブルグ籍と本邦籍の特色比較》

	ルクセンブルグ籍	本邦籍
運用手法の多様性 商品設計の自由度	○デリバティブ等多様な運用手法に対応可能。また、分配原資の範囲を広く捉えることが出来るなど商品設計の自由度が高い。 ○手数料体系につき様々なバリエーションを持たせることが可能。	△投資家保護の観点から一定の運用自主規制あり。また運用ノウハウ不足や事務システム上の点から、ある程度の運用制約あり。 △手数料体系パターンは事実上画一的。
基準価額算出通貨	○多くの通貨で対応可能。	×事実上円貨のみ。
投資家の情報入手の難易	△ファンドの運用会社の他は限定的。	○運用会社のほか様々なメディアで入手可能。
販売会社の拡張性	△取り扱い販売会社が少ない。	○証券、銀行始め取り扱い販売会社が多い。

[10] ファンドを企画する運用会社の中には、代行協会員業務に不慣れな証券会社などが販売する場合には当該業務のノウハウについて詳細をアドバイスするところもあると聞く。

Ｖ.設定手続きと費用

（１）設定手続き概要

①設定スケジュール

本邦投資家に最も馴染みのある公募の契約型投資信託の一般的な設定スケジュールについては以下のとおりとなる[11]。

日程	関係者
X	《基本的事項協議》 管理会社と運用会社、販売会社、投資家（私募の場合）などとファンドの基本的内容についての確認、協議を行う。
X＋７	《目論見書、諸契約書作成着手》 運用会社にて運用方針（投資ガイドライン）を策定し管理会社宛提示。 管理会社は当該ガイドラインを核として目論見書ドラフトを作成し弁護士等との協議を開始する。
X＋14 日	《目論見書一次案レビュー》 関係者間で内容の検討を行ったうえドラフト確定させ、管理会社はルクセンブルグ金融当局（CSSF[12]）へ第一次案として提示。
X＋21 日	《CSSF への再提出》 管理会社は第一次案に対する CSSF 見解を反映させた第二次案を提示。 以降承認までの間、提出書類の内容について CSSF との間で適宜質疑応答。
X＋28 日～35 日以上	《契約書内容合意》 CSSF の最終承認[13]。 販売会社は当初募集を開始。
X＋35 日以上	《設定日》 投資家よりの申し込み受付。 申し込み資金受領し運用開始。

[11] 日程についてはあくまで目安である。また、ここではファンドの商品企画自体が確定した後の、契約内容検討を中心とした一般的なスケジュールを示したものであり、運用会社や証券会社がファンドを企画・検討する準備期間までをも含めているものではないことに留意されたい。

[12] Commission de Surveillance du Secteur Financier

[13] CSSF の審査状況によっては最終承認までにこの例よりも長い期間を要する可能性があることに留意されたい。

②主要契約書等

ファンド組成に必要な書類、契約書等は以下の通り（括弧内は契約当事者）

- 目論見書
- 信託約款（管理会社－受託保管銀行）
- 保管管理業務契約書（管理会社－受託保管銀行）
- 投資顧問契約書（管理会社－運用会社）
- 受益証券販売・買戻契約書（管理会社－販売会社）

（２）主なファンド設立・維持費用[14]

ファンド設立・維持費用については、①設定当初のみに掛かるもの（当初費用）と、②ファンドが存在している期間中定期的に掛かるもの（期中費用）、に大別される。それぞれの主要なものは以下のとおり。

① 当初費用

- CSSF 登録費用：金融当局へファンドを登録する際に必要な費用。設定当初に支払ったうえ、同額を年次で支払う。また私募、公募の別、アンブレラファンド、シングルファンドの別により金額が異なる
- 弁護士費用：契約書作成、精査のほか CSSF との交渉代行を行うこともあり、ファンド組成への関与度合いにより当然に支払い額が異なる。
- 印刷費用：主に目論見書の印刷費用。

② 期中費用

- CSSF 登録費用：当初登録時と同額の費用を年次で支払う。アンブレラファンドの形式の場合、複数のファンドにて当該費用を按分することとなるため、費用の節減効果が生じることとなる。
- 年次税：ファンドの純資産比例で掛けられる税金。私募、公募により税率が異なる
- 監査費用：ルクセンブルグでは日本と異なり、私募、公募にかかわらず監査が義務付けられている。
- 関係者報酬：管理会社、販売会社、アドミニストレーター（ファンド計理事務）カストディ（資産保管）などに支払う報酬。

[14] あくまで参考例として、三菱 UFJ グローバルカストディが管理会社となってファンドを設定する場合の一般的な費用を例示したものであり、ここで提示した金額についてはファンド内容や実際に役務提供するファンド関係者毎に当然に異なることに留意されたい。

《図表６：主なファンド設立・維持費用》

投信種類	SIF	Part Ⅰ、Ⅱ
当初費用	・CSSF 登録費用： EUR 2,650(アンブレラＦの場合) EUR 1,500 （シングルＦの場合) ・弁護士費用：EUR 15,000～25,000 ・印刷費用	・CSSF 登録費用： EUR 5,000(アンブレラＦの場合) EUR 2,650 （シングルＦの場合) ・弁護士費用：EUR 15,000～25,000 ・印刷費用
期中費用	・CSSF 登録費用： EUR 2,650(アンブレラＦの場合) EUR 1,500 （シングルＦの場合) ・監査費用：EUR10,000 ・年次税：NAV に対して 0.01% p.a. ・運用報酬 ・アドミ・カストディ報酬 ・管理会社報酬 ・販売会社報酬 ・サブカストディ費用 ・公告費用 ・印刷費用など	・CSSF 登録費用： EUR 5,000(アンブレラＦの場合) EUR 2,650 （シングルＦの場合) ・監査費用：EUR10,000 ・年次税：NAV に対して 0.05% p.a. ・運用報酬 ・アドミ・カストディ報酬 ・管理会社報酬 ・販売会社報酬 ・サブカストディ費用 ・公告費用 ・印刷費用など

Ⅵ. おわりにー今後に向けて

これまで述べたとおり、ルクセンブルグ籍投資信託は、先進的な法制度や実務面での優位性と、ルクセンブルグ国の投資信託への積極支援姿勢とが相俟って、今日非常な隆盛を見ているわけであるが、我が国の投資信託業界関係者や投資家にとって更に馴染み深いものとなるために、ここで幾つか身近な課題を挙げておく。

一つは「代行協会員業務」についてである。前述のとおり、外国籍投資信託を販売するには、代行協会員業務を担う中核の証券会社を設置しなければならないが、中小の証券会社ではインフラ、人材面などから当該業務を主体的に行うことが事実上困難なところが多い。これを理由として販売会社がルクセンブルグ籍投資信託の取り扱いを躊躇し、その結果として販売会社数に拡大硬直性があるのだとすれば、投資信託残高もある程度以上は増加しない蓋然性は高くなる。業界として、当該業務に関する代行サービスの開発やそもそもの当該業務の平易・簡素化などを検討することができないだろうか。

第二に海外との時差や言語、知識などの障壁を克服するための問題である。外国籍投資信託の商品企画のアイディアを持っている販売会社、運用会社は多いが、いざ具体的な商品企画を検討するに当たり、時差や言語、現地の法令諸規則の知識の欠如といった問題からなかなか実現しない場合も多いと聞く。販売会社がかかる障壁を乗り越え容易に商品企画の検討ができるよう、管理会社など業界関係者が自らの役務を提供することのみに拘泥するのでな

く、時差言語の溝を埋めるべく海外の関係者と販売会社との間で調整を行ったり、販売会社への知識教示、啓蒙などを行ったりなどして、幅広く投資信託の組成企画について積極的に関与する努力を心がけることも必要であろう[15]。

以上のような問題点を改善してルクセンブルグ籍投資信託の取扱販売会社の裾野が広がり今後ますます同国籍投資信託が拡大発展することを願ってやまない。

（平成 21 年 10 月 16 日　記）

【参考文献】

- 「世界の投資信託　主要国の制度研究」　投資信託協会　2002 年 11 月
- 「ヨーロッパの投資信託」　日本生産性本部　1965 年 1 月
- 「ヘッジファンドのストラクチャーと資金フローの動向について」　白木　信一郎　2006 年 2 月
- 「投信運用の海外シフトとファンド管理業務の効率化」　片山　謙（FUND　MANAGEMENT2009 年新春号）
- 「欧米における投資信託制度について」　神田　秀樹　1995 年 1 月
- 「ルクセンブルグ籍投信の市場について」　坂田　絵里子　2008 年 12 月
- 「ヨーロッパの資産運用業界」　杉田　浩治　2008 年 8 月
- 「国境を越える投信ディストリビューション」　野村総合研究所　2008 年 12 月
- 「米国の投信手数料体系の多様性について」　野村　亜紀子（資本市場クォータリー2006 年夏号）

[15] 三菱ＵＦＪグローバルカストディ・ジャパンでは、ルクセンブルグにおいて実際に投資信託組成実務を経験した人材を揃え、販売会社や運用会社あて投資信託組成のコンサルティングを展開している。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
-
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱ＵＦＪ信託銀行株式会社　投資企画部
東京都千代田区丸の内１丁目４番５号　Tel.03-3212-1211（代表）